



BANCA DEL SEMPIONE  
SIMPLON BANK  
BANQUE DU SIMPLON

# Politica d'investimento

**4. Trimestre 2016**

Lugano, ottobre 2016

(chiusura redazione: 15 ottobre 2016)



## Indice

---

5	Il Punto
6	Panorama economico
8	Strategia valutaria
10	Strategia obbligazionaria
12	Strategia azionaria

---

### Gestione Patrimoniale

14	Concetto di Gestione Patrimoniale
16	Asset Allocation Tattica

---

19	Contatti
----	----------



Il terzo trimestre ha visto un recupero delle valorizzazioni azionarie e degli attivi a rischio, malgrado una serie di eventi potenzialmente disastrosi: un fallito colpo di stato in Turchia, un'inasprimento delle relazioni Russia-USA (con il recesso della Russia dall'accordo sulla rimozione degli armamenti nucleari), un'ipotesi di hard-brexite che ha causato uno scivolone del 10% overnight della sterlina, voci di tapering (riduzione) del quantitative easing in Europa e, per finire, una "quasi implosione" di Deutsche Bank per esposizione ai derivati. Questa relativa stabilità del mercato azionario trova giustificazione, a nostro avviso, in un posizionamento di portafoglio ancora molto difensivo da parte degli investitori internazionali, che colgono le opportunità che la volatilità presenta per riallocare gli investimenti su attivi a rischio, specie sui settori maggiormente colpiti dalla correzione di quest'anno.

Il mercato obbligazionario sembra avviarsi verso una fase di normalizzazione, che vede i tassi a lunga scadenza crescere, restituendo così un'inclinazione più marcata alle curve dei rendimenti. A questa normalizzazione ha contribuito l'orientamento emerso dagli ultimi commenti delle banche centrali secondo cui le politiche monetarie espansive sembrano "aver fatto il loro tempo", implicitamente "passando la palla" all'intervento dei governi, dai quali ci aspettiamo politiche fiscali espansive.

Anche il quarto trimestre sarà ricco di appuntamenti importanti che potrebbero generare altra volatilità: le elezioni americane a inizio novembre, il referendum costituzionale in Italia ed infine, a metà dicembre la riunione della Fed, che dovrebbe -nelle attese del mercato- alzare i tassi per la prima volta quest'anno. La nostra convinzione è che questo rialzo non sia il preludio di una serie di aumenti, bensì di una lenta normalizzazione della politica monetaria statunitense, in attesa che anche la zona euro finalmente si stabilizzi avviando così un trend di crescita sincronizzata con una normalizzazione dei tassi altrettanto sincronizzata nelle due aree.

In conclusione, restiamo in osservazione degli eventi, pronti a cogliere le opportunità che il mercato ci presenterà. Assisteremo senza dubbio ad una fine dell'anno interessante.

### Gli indicatori macroeconomici nell'ultimo trimestre dell'anno

Per quanto riguarda gli indici PMI, si mantengono in territorio positivo con un parziale recupero dei PMI USA e un leggero indebolimento di quelli dell'Eurozona.

Per quanto riguarda invece l'*Economic Surprise Index*, dopo un indebolimento nel corso del mese di agosto abbiamo assistito ad una stabilizzazione delle sorprese macroeconomiche negli USA e ad un andamento decisamente più positivo anche nell'Eurozona (in particolare grazie ai dati IFO tedeschi).

Possiamo forse ora finalmente affermare che i *leading indicators* americani puntano al rialzo dopo una fase di indebolimento che si protratta per quasi 2 anni.

Infine per quanto riguarda il GDP USA, con i dati del secondo trimestre abbiamo assistito ad una leggera revisione al rialzo dal 1,1% al 1,4% ed anche l'indice anticipatore *GDP Now* della Fed di Atlanta (calcolato su base mensile anziché trimestrale) mostra ancora segni di recupero in corso.

In Gran Bretagna, se anche resta difficile riuscire a quantificare l'impatto di Brexit, qualcosa sembrerebbe si stia già muovendo a livello politico: da un lato il primo ministro Theresa May ha annunciato l'avvio dei negoziati con l'UE entro marzo 2017, dall'altro il ministro degli interni Rudd ha chiesto alle aziende locali di stilare la "lista degli stranieri" occupati.

### Il quarto trimestre sembra offrire segnali di stabilizzazione

La situazione macro europea mostra segni di stabilizzazione e non sembra destare eccessive preoccupazioni a questo stadio.

Nei paesi sviluppati, l'impulso fiscale sta guadagnando slancio mentre le politiche monetarie hanno raggiunto un punto in cui le banche centrali Giapponese e Europea sembrano aver raggiunto un limite del QE e si avanza l'ipotesi di possibili manovre cosiddette "*di helicopter money*".

Rimanendo sempre nel vecchio continente, il quarto trimestre offre almeno due spunti interessanti: il referendum costituzionale italiano da un lato e l'ultimo incontro annuale della BCE dall'altro. Sul primo riteniamo non possa considerarsi un vero e proprio evento sistemico per le sorti dell'UE, bensì un appuntamento che a prescindere dall'esito non dovrebbe avere risvolti politici. Renzi, d'altronde ha già aggiustato il tiro affermando che non si dimetterà in caso di vittoria dei no. Il secondo evento sta diventando, invece, sempre più rilevante: se i mercati speravano in un aumento delle misure e della durata del QE, da indiscrezioni invece trapela un possibile *tapering*.

Infine, spostandoci negli Stati Uniti, altri due appuntamenti caratterizzeranno il finire del 2016: le elezioni presidenziali e il possibile rialzo del costo del denaro da parte della FED. È in particolare il primo dei due eventi che può essere il vero "*game-changer*" del prossimo futuro. Infatti, nel breve periodo una vittoria di H. Clinton non rappresenterebbe un cambio radicale allo status quo, dunque non dovrebbe più di tanto agitare i mercati (a differenza di un'eventuale elezione di D.Trump). Gli interrogativi, però, sono più legati al medio-lungo termine e all'effettività delle politiche di ambedue i candidati.

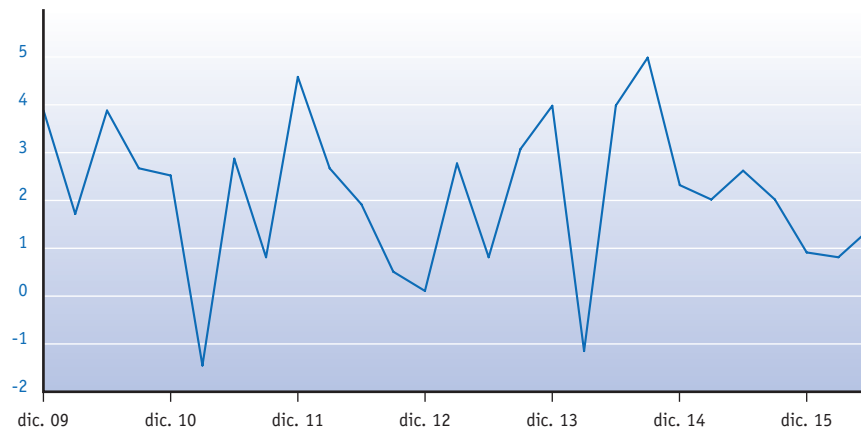
### Un clima migliore anche per mercati emergenti e materie prime

Nei mercati emergenti le prospettive di crescita appaiono sempre più luminose, mentre i rischi principali stanno diminuendo. In particolare, in Brasile, a seguito dell'uscita del presidente Rousseff, la crisi politica sembra in fase di stabilizzazione e il Paese pare si stia muovendo fuori dalla recessione. La riduzione dell'inflazione pensiamo sarà un elemento chiave nei prossimi trimestri, consentendo alle banche centrali di continuare -se non di accelerare- l'allentamento della politica monetaria, il che fornirebbe un forte impulso alle attività emergenti.

I prezzi delle materie prime dovrebbero essere potenziati da un ambiente di crescita più elevato e, con l'inflazione in aumento nei Paesi dell'area Euro, le materie prime -intese come *asset class*- continuano ad offrire un interessante rapporto di rischio-rendimento. Per il momento, comunque, suggeriamo per prudenza di mantenere un'esposizione alle materie prime modesto.

---

## GDP USA



---

## Economic Leading Indicators dell'Eurozona



Per la sterlina siamo cauti nel breve termine ma ottimisti nel medio lungo

Durante l'anno in corso la sterlina si è deprezzata di oltre il 22%. Con riferimento al trimestre scorso tale debolezza è ulteriormente cresciuta in particolare in rapporto alla dichiarazione del primo ministro Theresa May nella quale ha paventato che la strategia di uscita preveda di rinunciare all'adesione al mercato unico per garantire un maggior controllo dell'immigrazione e maggior spazio sul fronte legislativo. La Banca d'Inghilterra non sta frenando la caduta della divisa, anzi -dal punto di vista di *sentiment*- le manovre espansive adottate e promesse pesano sulla divisa. Anche a livello verbale, le dichiarazioni dei membri della BoE si sono incentrate su una valuta più debole, che abbia il vantaggio del miglioramento del *current account* grazie a maggiori esportazioni.

Il nostro suggerimento rimane quello di adottare un approccio prudente sulla divisa nel breve termine: di fatto, nonostante la forte svalutazione vediamo ancora rischi nell'investire in Sterline. Tuttavia, nel medio termine, proprio per livelli attualmente raggiunti dallo spot contro Euro che sconta un'eccessiva negatività, siamo positivi sulla divisa.

Diversificare dal Franco svizzero resta una valida strategia

La volatilità vicina ai minimi storici ci porta ad incrementare le posizioni tattiche "short CHF". Ci sembra comunque sensato mantenere una posizione strutturale di Franco svizzero non superiore al 15% e dedicare una parte di essa ad attività di trading di breve termine. La bassa volatilità consente infatti, anche nel caso di errata visione la protezione della posizione tramite opzioni a prezzi contenuti.

All'interno del paniere di monete emergenti il Messico offre l'opportunità di investimento più interessante

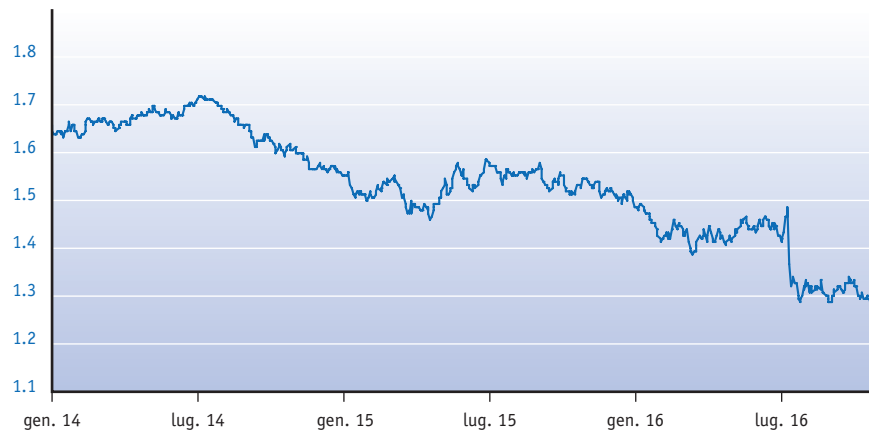
Nell'ambito dei mercati valutari emergenti i trade che ci sentiamo di suggerire riguardano principalmente l'implementazione di posizioni lunghe in peso messicano ed in rublo russo, a scopo di diversificazione e allocando quote di portafoglio comunque contenute. A fine trimestre il peso messicano si è mostrato particolarmente debole (anche in termini relativi rispetto alle altre monete emergenti). La motivazione è principalmente legata alle prossime elezioni americane: è la risalita di Trump nei sondaggi a spaventare gli investitori. Tuttavia, ai livelli raggiunti, riconosciamo molto valore nella divisa e ci aspettiamo inoltre che la banca centrale intervenga per interrompere il deprezzamento stesso della moneta.

Infine, è da tenere presente che la moneta messicana ha sottoperformato in maniera significativa le altre monete emergenti, sia per l' "effetto-Trump", sia per la liquidità della moneta che la rende l'hedge preferito in particolare per il BRL. Per questa serie di motivi si è venuta a creare una sottovalutazione importante del MXN in termini di parità di poteri d'acquisto, che rende la divisa interessante. È necessario tuttavia mettere in conto che fino alle elezioni americane la volatilità rimarrà elevata.



---

### GDP USD Exchange Rate



---

### MXN USD Exchange Rate



In Europa suggeriamo prudenza e una *duration* breve

I rendimenti del decennale tedesco in area 0.0% riflettono ancora paure deflazionistiche e basse aspettative sulla crescita europea. Per quanto tali preoccupazioni abbiano, indubbiamente, fondamento, riteniamo che il rapporto rischio/rendimento non sia tutt'ora favorevole all'investitore e consigliamo pertanto una *duration* breve.

Un'altra ragione che ci supporta nel suggerire un atteggiamento prudente è la possibilità di nuovi *flash crash* nello stile di Aprile 2015, eventi spesso esacerbati dal posizionamento di fondi sistemati e dall'assenza di liquidità in alcune fette del mercato con riferimento in primo luogo ai bonds.

Lo spread tra il rendimento dei governativi USA ed Eurozona resta sempre su livelli elevati

Al termine dello scorso trimestre, a seguito della decisione della BOJ di intervenire sullo *shaping* della curva dei tassi -sostanzialmente per favorire le banche-, si è assistito ad uno *steepening* generalizzato sulle curve dei rendimenti, sia su quelle in Euro che su quelle in Dollari.

Per quanto riguarda lo spread tra il rendimento dei governativi europeo ed americano, invece esso continua ad attestarsi su livelli storicamente molto elevati, sia per le scadenze a 2 anni sia per quelle a 10 anni. Alla fine dello scorso trimestre questo differenziale pare essersi ulteriormente espanso.

In ottica prospettica, considerate queste politiche divergenti a livello globale, per quanto riguarda le aspettative sulla strategia monetaria americana per il trimestre riteniamo che, qualora avvenga l'effettivo aumento dei tassi previsto in dicembre, esso non darà seguito ad ulteriori molteplici rialzi almeno per un significativo periodo di tempo.

In restringimento gli spread tra bond *high yield/emerging* vs quelli *core*

Lo spread del segmento *High Yield* in Dollari si è contratto da 475 a 405, ma rimane ancora elevato, soprattutto rispetto al *default rate* atteso e all'auspicata ripresa del segmento petrolifero statunitense (che maggiormente aveva gravato sull'allargamento degli spread l'anno scorso). Anche l'atteso aumento del prezzo del petrolio sembra a favore di un trend di restringimento degli spread tra bond *high yield* e *core*.

Infine, ci attendiamo buone performance anche per il credito dei Paesi emergenti, grazie sia alla componente creditizia sia a quella valutaria: prevediamo ancora valutazioni interessanti, con rendimenti che sovrastimano il rischio reale degli emittenti.

Questa nostra view è stata confermata dai livelli raggiunti all'inizio del nuovo trimestre dallo spread sui bond emergenti "*hard currency*": si è mantenuto sui livelli di agosto, malgrado il prosieguo dell'afflusso di capitali sull'*asset class*.

---

### Spread tra il rendimento decennale dei governativi USA ed Eurozona



---

### Prezzo del greggio (WTI)



**Il contesto** Nella scorsa edizione ci eravamo lasciati con il resoconto del venerdì nero delle borse mondiali all'indomani di Brexit; tuttavia, a distanza di soli pochi mesi dal risultato referendario, i mercati hanno proseguito la fase di recupero post-Brexit. Infatti il mercato USA si è mantenuto a ridosso dei massimi assoluti, mentre il mercato Europeo ha mostrato maggiori difficoltà per la persistente debolezza del settore bancario. D'altro canto il FTSE 100 è addirittura il miglior mercato di quest'anno tra i G-10, registrando una performance di oltre 12 punti percentuali. A beneficiarne, infatti, sono principalmente le aziende esportatrici, che si stanno avvantaggiando di una sterlina debole.

I P/E di mercato sono rimasti, comunque, ad un livello elevato, ma ci aspettiamo che una ripresa degli utili riporti i P/E su livelli più contenuti.

Nello specifico, al termine dello scorso trimestre, il P/E del mercato americano è stato pari a 20.5 e quindi sui livelli più alti degli ultimi 6 anni (pur trovandosi ben al disotto dai livelli massimi sperimentati nella bolla a inizio 2000). Per quanto riguarda l'Eurostoxx 50, alla fine del trimestre le valutazioni sono state di 22.5, maggiori di quelle statunitensi e su livelli storicamente elevati.

### Le valutazioni e l'Eps Momentum nel quarto trimestre

Nello specifico, per i prossimi 12 mesi ci attendiamo negli USA un incremento degli EPS tale da portare il P/E atteso a 18.5 e un ancora più forte incremento degli EPS in Europa, tale da portare il P/E atteso in area 15.0, livello apparentemente difficile da raggiungere.

Di fatto, l'andamento storico degli EPS vede gli utili in ripresa negli USA dopo 2 anni di leggera contrazione, mentre la contrazione degli EPS della zona euro è stata molto più marcata riportando le stime degli utili a livelli di inizio 2010. Rispetto ai livelli pre-crisi finanziaria 2008, gli EPS USA sono il 26% più alti, mentre quelli Euro sono ancora il 57% sotto ai livelli pre-crisi, giustificando la *sottoperformance* dei mercati europei rispetto ai mercati di oltreoceano.

### L'allocazione a livello geografico e settoriale

A livello di *asset allocation* azionaria lo scenario macroeconomico ci impone una certa prudenza. Per quel che concerne l'allocazione geografica suggeriamo un'esposizione neutrale su tutte le regioni. Pertanto rispetto al trimestre passato non è più consigliabile la sovrapponderazione degli USA e della Svizzera a scapito delle altre regioni, anzi l'alleggerimento dell'*equity* americano pare ora motivato dalla possibile turbolenza che potrebbe derivare dall'esito elettorale.

A livello settoriale, invece, qualora le decisioni di politica monetaria dovessero implicare uno *steepening* delle curve di rendimento, potrebbe essere sensata un'esposizione al settore bancario.

### Interessanti opportunità anche nel settore dei titoli auriferi

Siamo convinti che dall'inizio di quest'anno sia cominciato un nuovo bull trend sull'oro e sui titoli auriferi, per diverse ragioni: innanzitutto la produzione mineraria sembra aver raggiunto un picco ed essere destinata a calare; lo stesso si può forse affermare per il "riciclaggio" dell'oro scrap. In secondo luogo la domanda di oro fisico sta crescendo a seguito sia della crescente domanda in Cina e India, sia di quella degli ETF, che stanno riaccumulando in vista di un eventuale bull trend alimentato dal ritorno di interesse sull'oro come strumento di investimento.

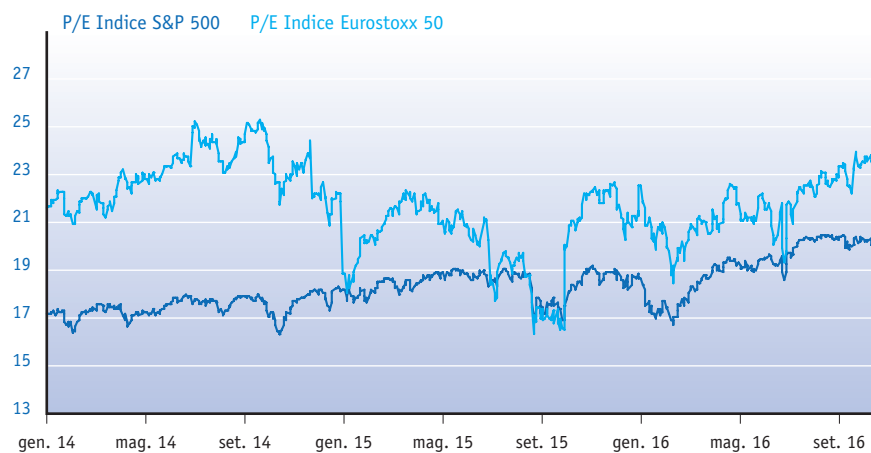
In questo senso, la struttura del mercato degli investitori sull'oro sembra essere diversa rispetto al passato: come detto, gli ETF sono in accumulo e, più in generale, i compratori sembrano ora essere investitori istituzionali di lungo termine, in controtendenza al posizionamento degli speculatori che pare essersi parecchio ridotto con la recente correzione.

Non si può poi non considerare come sia di supporto sia il contesto macro (con tassi negativi, bilanci delle Banche Centrali gonfi, e in generale il raggiungimento di livelli di bottom nelle politiche monetarie espansive "tradizionali"), sia il contesto politico e geopolitico sempre più instabile.

Nell'ambito di un eventuale bull market dell'oro, vedremo verosimilmente fin dall'inizio i titoli auriferi (che sono sia operativamente sia finanziariamente leveregeggiati) beneficiare al massimo dell'aumento di prezzo del metallo.

---

### P/E dell'indice S&P 500 ed Eurostoxx 50 a confronto



---

### Philadelphia Stock Exchange Gold and Silver Index



### Obiettivi

L'obiettivo principale della nostra gestione è tendere al rendimento assoluto. Sull'arco di 12 mesi vogliamo ottenere una crescita positiva del capitale, contenendo il più possibile le oscillazioni negative dovute ai movimenti al ribasso sui mercati finanziari.

### Filosofia d'investimento

Per arrivare a questo risultato applichiamo una filosofia di gestione che si basa sui seguenti punti:

- forte riduzione della variabile emozionale
- limitazione dei drawdown
- disciplina nella costruzione di portafoglio
- composizione degli interessi
- limitata presunzione del timing di mercato

### Struttura dei portafogli

Profilo d'investimento	Classe di rischio	Cash	Limiti massimi d'investimento (in%)				Diversificazione Valutaria
			Obbligazioni Investment Grade (>=BBB-)	Obbligazioni non Investment Grade (<BBB-)	Azioni	Altri Fondi*	
Reddito	Bassa	100	100	0	0	5	15
Reddito Plus	Medio-bassa	50	100	15	15	15	15
Dinamico	Media	30	100	20	30	25	25
Bilanciato	Medio-alta	30	80	20	50	25	25
Crescita	Alta	30	50	20	75	30	25
Azionario	Molto alta	30	50	20	100	30	25

\* Fondi con gestione non direzionale, fondi total return, fondi di fondi

La limitazione dei drawdown tramite il compounding degli utili - definita da Einstein l'ottava meraviglia del mondo - consente di maturare utili anche sugli utili, innescando un effetto "palla di neve" che porta a una crescita del capitale investito nel lungo termine. La novità principale nell'approccio sta proprio nel modo in cui limitare le perdite: in passato si stemperava la volatilità di portafoglio investendo in strumenti ritenuti privi di rischio, ovvero le obbligazioni. Oggi la protezione offerta da questi strumenti in parecchi casi è al più limitata, mentre nel medio-lungo termine l'investimento obbligazionario tradizionale può addirittura incrementare il rischio di portafoglio, specie se si considera che negli ultimi tempi borse e obbligazioni sono cresciute in perfetta sincronia.

L'introduzione di strategie sistematiche consente a nostro parere di ridurre il rischio di portafoglio e di poter generare utili proteggendo il capitale investito anche con mercati difficili. Tali strategie per il loro approccio freddo e meccanico mitigano fortemente la variabile emotiva che guida e condiziona le scelte d'investimento e si basano sul concetto che è meglio partecipare al movimento di mercato in essere piuttosto che anticipare un movimento o un cambiamento di tendenza. Su queste basi i prezzi espressi dal mercato sono i migliori indicatori della tendenza in essere. A differenza di quelle tradizionali, le strategie sistematiche possono partecipare anche ai movimenti ribassisti dei prezzi di mercato e combinate a un approccio di analisi fondamentale più classico sono in grado di compensare forti movimenti al ribasso come quelli del 2008 o del 2011.

In sintesi il buon senso, la sistematicità e la disciplina nell'approcciare gli investimenti sono le basi su cui costruiamo i portafogli dei nostri clienti.

## ASSET ALLOCATION TATTICA

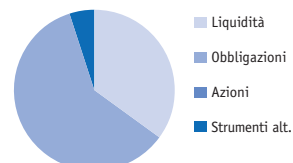
---

### Ripartizione per classi di attivi

---

#### Reddito

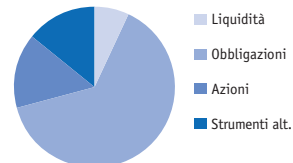
Liquidità	35
Obbligazioni	60
Azioni	-
Strumenti alternativi	5
	<b>100</b>



Asset classes

#### Reddito Plus

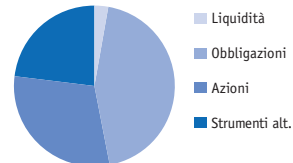
Liquidità	7
Obbligazioni	64
Azioni	15
Strumenti alternativi	14
	<b>100</b>



Asset classes

#### Dinamico

Liquidità	3
Obbligazioni	44
Azioni	30
Strumenti alternativi	23
	<b>100</b>

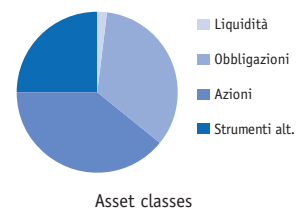


Asset classes



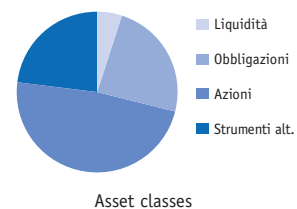
## Bilanciato

Liquidità	2
Obbligazioni	34
Azioni	39
Strumenti alternativi	25
	<b>100</b>



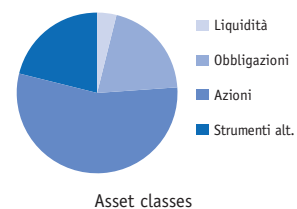
## Crescita

Liquidità	5
Obbligazioni	24
Azioni	48
Strumenti alternativi	23
	<b>100</b>



## Azionario

Liquidità	4
Obbligazioni	20
Azioni	55
Strumenti alternativi	21
	<b>100</b>





## CONTATTI

---

### Responsabile Area Finanziaria

P. Scibona      Tel. +41 (0)91 910 73 79

### Gestione Patrimoniale-Ricerca e Analisi

F. Marcantoni      Tel. +41 (0)91 910 72 41

G. Flematti      Tel. +41 (0)91 910 72 38

F. Incoronato      Tel. +41 (0)91 910 72 34

M. Bergamaschi      Tel. +41 (0)91 910 73 76

G. Bertoli      Tel. +41 (0)91 910 72 08

R. Bracchi      Tel. +41 (0)91 910 72 30

### Consulenza Clientela

A. Walter      Tel. +41 (0)91 910 73 01

C. Buono      Tel. +41 (0)91 910 72 68

D. Piffaretti      Tel. +41 (0)91 910 72 10

M. Donelli      Tel. +41 (0)91 910 73 03

G. Bloch      Tel. +41 (0)91 910 72 31

C. Croci      Tel. +41 (0)91 910 72 32

A. Brunetti      Tel. +41 (0)91 910 72 33

### Sala Mercati

F. Casari      Tel. +41 (0)91 910 73 19

M. Maetzler      Tel. +41 (0)91 910 73 17

J. Brignoni      Tel. +41 (0)91 910 73 96

M. Montalbetti      Tel. +41 (0)91 910 73 82

### Succursale Chiasso

R. Piccioli      Tel. +41 (0)91 910 71 76

M. Frigerio      Tel. +41 (0)91 910 71 74

A. Novati      Tel. +41 (0)91 910 71 78

### Succursale Bellinzona

E. Bizzozero      Tel. +41 (0)91 910 73 31

A. Bottoli      Tel. +41 (0)91 910 73 31

B. Tommasina      Tel. +41 (0)91 910 73 35

I. Giamboni      Tel. +41 (0)91 910 73 28

A. Giamboni      Tel. +41 (0)91 910 73 33

### Succursale Locarno

L. Soldati      Tel. +41 (0)91 910 72 56

C. Lanini      Tel. +41 (0)91 910 72 52

### Banca del Sempione (Overseas) Ltd., Nassau

B. Meier      Tel. +1 242 322 80 15

